

*A Review of the Research Program of the New  
Consensus Macroeconomics:  
An Assessment of the Mainstream Debate after the  
US Financial Crisis*

---

AKB, 02/09/2016

Luiz Fernando de Paula (UERJ)

Paulo José Saraiva (UFRRJ)

# Fatos estilizados

- Dominância do “Novo Consenso Macroeconômico” em termos de prescrição de política econômica, com incorporação de avanços teóricos do “*mainstream*”.
- Combinação de preceitos teóricos ortodoxos (expectativas racionais, não-neutralidade da moeda no LP, microfundamentação de rigidez de preços e salários, etc.) com certa flexibilidade para acomodação de volatilidade do produto.
- Crise de 2007-2008 e Grande Recessão: questionamento deste programa de pesquisa, inclusive por alguns economistas do “*mainstream*”.
- Políticas anticíclicas: “*quantitative easing*”, política fiscal, Basileia III, etc.

# Metodologia dos Programas de Pesquisa Científica (MPPC): Lakatos (1979)

- MPPC: processo evolutivo de superação de um programa de pesquisa por outro, progredindo na capacidade explicativa e agregando conhecimento adicional.
- Teoria científica:
  - a) *Núcleo firme*: teorias e hipóteses não passíveis de contestação.
  - b) *Cinturão protetor*: abarca as teorias e hipóteses auxiliares, além das técnicas empíricas que são passíveis de contestação.
- > heurística positiva: conjunto de proposições que devem ser alteradas no cinturão protetor para manter núcleo firme inalterado.
- > O programa é considerado “*progressivo*” quando cada modificação no “cinturão protetor” conduz a novas e inesperadas predições ou retrodições (explicação de um fato já conhecido)
- > “*Regressivo*” quando seu desenvolvimento teórico se atrasa em relação ao seu desenvolvimento empírico, e somente oferece explicações *ad hoc* de descobertas casuais ou de fatos antecipados por um programa rival.
- Permite a convivência de PPC rivais!

# Objetivos, questões...

- Revisão do Programa de Pesquisa do NCM, como decorrência da crise financeira de 2007/2008, representa um caráter progressivo ou regressivo desta revisão, isto é, resultam em previsões de fatos novos ou se constituem apenas em ajustes ad-hoc no cinturão protetor?
- Quais as diferentes visões da crise e políticas emergiram no mainstream americano no pós-crise? (Bernanke, Blanchard, Mishkin, Taylor, Woodford, etc.)

# NCM: antecedentes

- Lucas (1972) e outros: expectativas dos agentes quanto a comportamento da PM tem impacto sobre resultados desta.
- Kydland e Prescott (1977): problema de inconsistência temporal da PM; necessidade de um compromisso crível.
- Rogoff (1985): necessidade de neutralizar pressões políticas e da sociedade na condução da PM -> BC independente
- Barro e Gordon (1983): binômio reputação-credibilidade do BC
- Kydland e Prescott (1982): modelo de ciclo real de negócios -> papel dos choques tecnológicos na explicação de flutuações econômicas
- NK: modelagens dinâmicas e microfundamentadas de salários e preços rígidos -> flutuação de CP no produto
- Modelos DSGE (Woodford, 2008): além dos choques tecnológicos, políticas fiscais e monetárias passam a influenciar as flutuações econômicas
- Modelos “Quase-DSGE”: CRN com rigidez preços/salários.

# Minshkin (2011) – Princípios de política

- 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário;
- 2) a estabilidade de preços têm importantes benefícios;
- 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação;
- 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia;
- 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor;
- 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal;
- 7) BC independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária;
- 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados da política monetária;
- 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio.

# Definição do núcleo duro do NCM

- A rigor o “hard core” só incluiria equilíbrio geral, uma vez que apenas este não é testável.
- “A teoria do equilíbrio geral - ao defender o mecanismo de preços como elemento de coordenação das atividades econômicas e ao estabelecer a noção de existência de um ordem capaz de se impor ao caos individual -, e “enquanto modelo de referência e núcleo duro da teoria neoclássica, é o ponto de partida para a compreensão da atualização, pelo programa neoclássico, do velho e caro projeto ortodoxo: *demonstrar a superioridade do mercado como elemento regulador da economia e constituinte da ordem*” (Ganem, 1996, p.105)
- Visão mais flexível do PPC do NCM: Weintraub (1985, p.36): a fronteira entre núcleo duro e cinto protetor relativo ao “*mainstream*” não é muito clara, dependendo mais do que é aceito como “core” pela comunidade científica.

# NCM: Quadro síntese

## Núcleo duro

- Expectativas racionais
- Equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE)
- Taxa natural de desemprego
- Dicotomia clássica

## Cinturão protetor

- Inflação como um fenômeno eminentemente monetário
- Fundamentos microeconômicos: rigidez de preços e salários
- Curva de Phillips de curto prazo: regra de Taylor é capaz de reduzir hiato do produto e da inflação
- Inconsistência intertemporal de política discricionária: uso de regras na política monetária
- Equivalência Ricardiana: ineficácia da política fiscal contracíclica

## Evidências

- Grande Moderação: redução da volatilidade da inflação e do produto nos anos 1990s até 2006.

## Orientações para condução da política econômica

- Política monetária: principal foco sobre estabilidade de preços e independência do banco central; discricionariedade restrita (política monetária importa apenas no curto prazo)
- Política financeira: regulação microprudencial com foco nos bancos
- Política fiscal: orçamento equilibrado no curto e longo prazo



# Revisão no NCM (1)

- “Era tentador para os macroeconomistas e os policy-makers se gabarem do crédito de conseguirem uma forte diminuição das flutuações cíclicas desde início de 1980, e concluir que sabíamos como conduzir a política macroeconômica. Nós não podemos resistir à tentação. A crise obrigou-nos claramente a questionar a nossa avaliação anterior.” (Blanchard et al, 2010, p.3)

## Revisão no NCM (2)

- “A estratégia de política monetária decorrente dos nove princípios da nova síntese neoclássica é, a que tenho me referido, por falta de um nome melhor, como o *regime de metas de inflação flexível*. Uma vez que, como afirmei aqui, nenhum desses princípios é invalidado pelos acontecimentos da recente crise financeira, esta abordagem da política monetária ainda é igualmente válida. Os argumentos que fundamentam a junção dos bancos centrais com os princípios da nova síntese neoclássica ainda são tão fortes como eram antes da crise”. Mishkin (2011, p.32).

## Revisão do NCM (3)

- A convergência refere-se a transitoriedade das PMNC e a necessidade de que estas políticas de estímulos monetários sejam retiradas da economia.
- Há contudo divergências entre os diversos pesquisadores a propósito de *como deverá ser conduzida a PM pós-crise*. Os desacordos, entre os autores, distinguem-se em relação às proposições aditivas a PM, tais como uma maior (ou menor) flexibilização do RMI, representadas pela necessidade da meta de inflação maior, uso (ou não) de políticas macrofinanceiras, assim como a redefinição do papel da política fiscal.

## Política monetária I: nível da tx inflação

- Blanchard et al (2010): meta de inflação pode ser elevada (em torno 4% a.a.), permitindo margem maior para PK operar a tx de juros CP.
- Vantagens: maior efetividade para lidar com recessão.
- Desvantagens: dificuldade de ancorar expectativas; maior volatilidade da inflação; tendência a elevação da inflação para patamares mais altos (Minshkin, 2011).

# PM deve ser utilizada para controlar preços dos ativos financeiros?

- Blanchard et al (2010, 2013): dificuldade de se avaliar corretamente o significado das elevações de preços dos ativos financeiros.
- *Erro do tipo I* (assumir existência de bolha do aumento de preços reflete mudanças nos fundamentos); *Erro do tipo II* (assumir que mudanças nos preços refletem fundamentos, qdo na realidade é uma bolha).
- Minskhin (2011) e Woodford (2012): gerenciamento de risco com *uso da tx de juros de forma preventiva*, com “inclinação contra o vento”; acrescentar ao RMI objetivo de estabilidade financeira.
- Taylor (2010): em 2002-05 tx de juros do FED esteve bem mais baixa do que a regra de Taylor recomendava.

# Política de sinalização com orientação para frente (*forward guidance*)

- Sinalização de mudança de comportamento da tx juros CP no futuro, buscando moldar expectativas dos agentes (Eggertsson e Woodford, 2003).
- Críticas: BC pode descumprir compromisso assumido e elevar (ou baixar) para conter inflação (ou evitar deflação); comunicação pode ser percebida como política discricionária, comprometendo ancoragem da inflação (Clarida, 2010).
- Bernanke (2012) e Yellen (2011): PM deve ser condicional, com BC explicitando que a condução da PM depende das condições econômicas.
- Estudos do FED: comunicação do BC com público sobre intenções futuras da tx de juros CP influencia as expectativas dos agentes, afetando tx juros LP.

# Politica financeira 1

- NCM: dicotomia entre PM e politica financeira
- PM responsável pela estabilidade de preços, e politica financeira é substituída pela regulação microprudencial.
- Einchengreen et al (2010): crise financeira abalou confiança nas ferramentas microprudenciais para propósitos de estabilidade financeira.
- Na presença de falhas de mercado o mais apropriado é a utilização de regulação macroprudencial; PM e política financeira devem operar de forma conjunta (Bernanke, 2012, Minskhan, 2011); Exemplo: redução de juros combinado com regulação financeira + rígida
- Taylor (2010): incorporação da politica financeira promove perda de independência do BC.

# Política fiscal

- Mishkin (2012): crise gerou aumento substancial do déficit público e dominância fiscal (governos não são capazes de liquidar gastos excessivos com impostos futuros). Assim, PM será chamada para monetizar a dívida pública promovendo inflação.
- Blanchard et al (2013): necessidade de criar “espaço fiscal” para execução de déficits orçamentários em momentos de desaceleração: em períodos de crescimento redução relação dívida/PIB para prover espaço para elevação de gastos na recessão.
- Delong e Summers (2012): política fiscal desempenha um papel maior em contexto de forte desaceleração pós-crise financeira quando a taxa de juros está perto ou abaixo de zero (maior efeito multiplicador).



# Revisão do NCM: Quadro síntese

## Núcleo duro

- Expectativas racionais
- Equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE)
- Taxa natural de desemprego
- Dicotomia clássica

## Cinturão protetor

- Inflação como um fenômeno eminentemente monetário
- Fundamentos microeconômicos: rigidez de preços e salários
- Curva de Phillips de curto prazo: regra de Taylor não assegura redução no hiato do produto e da inflação
- Não neutralidade da moeda no curto prazo: eficácia de políticas monetárias não-convencionais em tempos excepcionais.
- Questionamento da Equivalência Ricardiana: uso de políticas fiscais contra-cíclicas em condições especiais.
- Inconsistência intertemporal de política discricionária: uso de regras na política monetária

## Orientação para condução da política econômica

- Política monetária: principal foco ainda é estabilização de preços e independência do banco central; uso de política de “quantitative easing” em tempos excepcionais
- Política financeira: regulação macroprudencial operada pelo BC e subordinada a política monetária
- Política fiscal: criação de espaço fiscal para uso de políticas fiscais contracíclicas em períodos de crise e recessão; orçamento fiscal equilibrado a longo prazo

## Evidências

- Crise financeira de 2007-2008 e seu impacto sistêmico sobre a economia americana e mundial

# Avaliação final 1

- Programa de pesquisa de revisão do NCM mantém intacto o “núcleo firme”, com manutenção do RMI como estrutura de governança da política macro, e algumas mudanças no “cinturão protetor” (questionamento da regulação microprudencial, hipótese de mercados eficientes, equivalência ricardiana, etc.).
- Prevalece visão de manutenção do “core” do mainstream com objetivo primário sobre estabilidade de preços, mas compatibilizando com objetivos secundários (estabilidade financeira).
- Mudanças podem ser vistas como “regressivas” no sentido de que trata-se de ajustes “ad hoc” no cinturão protetor: somente oferece explicações *ad hoc* de descobertas casuais.

## Avaliação final 2

- Fatos antecipados por um programa rival? Mudanças no cinturão protetor levará a mudanças no núcleo duro, conduzindo a prevalência de um novo PPC?
- Eventualmente mudanças em hipóteses auxiliares (questionamento no uso de agente representativo, novas formas de racionalidade, limitada ou sob incerteza, etc.) pode colidir com núcleo duro.
- Não há uma visão homogênea nos economistas do mainstream qto a revisão do NCM: posição mais flexível (Blanchard favorável a utilização de instrumentos acessórios, inflação mais elevada, política fiscal anticíclica, regulação macroprudencial) e mais rígida (Taylor favorável a manutenção do cinturão protetor original).

# Crítica heterodoxa “externa”

- Palley (2013): revisão do NCM representa um “*Gatopard Economics*”, i.e., uma mudança para manter tudo igual, mantendo essência do NCM.
- Mudanças ainda estão presas as premissas básicas do “velho” modelo (*benchmark* ainda é auto-equilíbrio do mercado, neutralidade da moeda, etc.) vistas como inadequadas para entender a realidade atual.
- No longo prazo tudo permanece como antes, enquanto que no curto prazo políticas monetárias não convencionais e política fiscal podem ser necessárias para conter recessão mais profunda.
- Necessidade de se aprofundar uma “crítica externa” a revisão do NCM.